

评级：强烈推荐

农林牧渔

公司深度报告

第一创业研究所

吕丽华 S1080510120003

联系人：赵吉龙

电话：0755-82481533

邮件：zhaojilong@fcsc.cn

#### 交易数据

52周内股价区间(元)	21.00-30.07
总市值(百万元)	3,075.00
流通股本(百万股)	35.10
流通股比率(%)	25.07%

#### 资产负债表摘要(03/11)

股东权益(百万元)	907.93
每股净资产	8.39
市净率	3.39
资产负债率	24.97%

#### 公司与上证和行业指数比较



#### 相关报告

## 益生股份 (002458.SZ)

### ——三个主题词（高景气、竞争优化和市场突围）

#### 投资要点：

- 主题词 1：行业高景气** 猪肉价格自2010年6月步入上升通道，由替代效应引发，鸡肉价格同期大幅上涨。分析生猪补栏预期及能繁母猪存栏数据，预计至2012年中期，猪-鸡价格将维持单边上涨走势，复制2006.6-2008.6的行业高景气行情，时间跨度将长达2年。鸡肉价格上涨，提升养殖户补栏积极性，商品代肉种雏鸡价格联动迅速，将维持在3元附近波动。
- 主题词 2：竞争优化** 我们认为，父母代肉种雏鸡价格主要由祖代种鸡引进量决定，受下游鸡肉价格影响并不显著。随着细分行业集中度提升（TOP4市场份额达76.53%），父母代肉种雏鸡的市场竞争秩序将日渐优化，价格形成机制将由随行就市向加成定价制转变，确保公司盈利性持续稳定。这将使公司拥有稳定利润来源，摆脱周期性公司的估值局限性。预计公司父母代肉种雏鸡2011年的每套销售价格将达19元，并将中期保持在该价格水平。
- 主题词 3：市场突围** 公司募集资金主要投向肉鸡产业链中端的商品代肉种雏鸡生产，这将有效改变公司原有细分市场的局限性，使成长空间形成突破。我们认为，新业务与原有业务在渠道建设和生产技术上，互补效应显著，获得成功概率大，且成本费用易于控制。该业务将为公司2011年贡献营业收入2.30亿元，占比36.05%；毛利润0.90亿元，占比36.89%。
- 盈利性预测** 综合公司主营业务及其他业务的预测数据，公司2011-2013年的营业收入分别为7.13亿元、7.94亿元和9.32亿元，增速为55.3%、11.4%和17.4%；归属于上市公司股东的净利润分别为1.8亿元、1.94亿元和2.22亿元，增速为283%、7.8%和14.4%；对应EPS分别为1.28元、1.38元和1.58元。
- 首次给予“强烈推荐”评级** 对益生股份的投资价值分析，我们的逻辑基础是行业下游的高景气、公司将享受的定价权和市场容量的扩张。所以基本面良好，且发展空间广阔的益生股份2011年PE估值应比照肉鸡行业的基本估值水平，保守给出25-28倍的市盈率估值区间，对应2011年的价值区间为32-35元。



## 目录

一、我们对公司的基本认识：竞争格局（父母代肉种雏鸡），市场突围（商品代肉种雏鸡） .....	5
1.1、公司是成熟的细分行业领导者 .....	5
1.2、竞争优化，摆脱周期品种波动束缚 .....	6
1.3、基于产业链发展路径的研读：向下游去 .....	7
二、行业市场分析：肉鸡行业步入景气周期 .....	9
2.1、肉鸡行业景气规律：父母代看供给，商品代重需求 .....	9
2.2、对本轮肉鸡行业景气的理解：或可持续至 2012 年中期 .....	11
三、公司经营业务分析：主营业务景气，潜在业务瞩目 .....	14
3.1、主营业务：量价齐升，2011 年业绩弹性显著 .....	14
3.2、潜在业务：战略意义及协同效应双重看点 .....	20
四、盈利预测及估值 .....	21
4.1 盈利预测 .....	21
4.2 公司相对估值比较 .....	21
五、风险提示 .....	22
5.1 疫病的风险 .....	22
5.2 祖代种鸡供给的风险 .....	22
5.2 食品安全的风险 .....	23
5.3 玉米、大豆价格上涨的风险 .....	23



## 图表目录

图表 1：益生股份研究分析逻辑框架 .....	4
图表 2：益生股份祖代肉种鸡历年引种量 .....	5
图表 3：益生股份祖代肉种鸡繁育能力提升促成成本优势 .....	6
图表 4：祖代肉种鸡引进主要企业概况 .....	7
图表 5：大用集团的生鸡养殖全产业链 .....	7
图表 6：肉鸡产业链市场规模 .....	8
图表 7：募投项目表 .....	8
图表 8：父母代肉鸡行业市场供需测算 .....	9
图表 9：父母代肉种雏鸡价格及市场供需差异 .....	9
图表 10：肉鸡产业链供需影响机制 .....	10
图表 11：肉种雏鸡价格年度价格波动（2007-2010） .....	11
图表 12：肉毛鸡平均利润与肉种雏鸡价格关联 .....	12
图表 13：鸡、猪相关产品价格波动图 .....	13
图表 14：生猪存栏及能繁母猪存栏量波动波动（2009.1-2011.4） .....	13
图表 15：公司相关产品营业收入及毛利润占比 .....	14
图表 16：公司父母代肉种价格波动 .....	14
图表 17：父母代肉种雏鸡变动成本占比 .....	15
图表 18：父母代肉种雏鸡固定成本占比 .....	15
图表 19：公司父母代肉种雏鸡盈利表 .....	16
图表 20：商品肉鸡雏鸡变动成本占比 .....	17
图表 21：商品肉鸡雏鸡固定成本占比 .....	17
图表 22：豆粕、玉米价格波动 .....	17
图表 23：公司商品代肉种雏鸡盈利表 .....	18
图表 24：鸡蛋价格波动 .....	18
图表 25：父母代蛋种雏鸡变动成本占比 .....	19
图表 26：父母代蛋种雏鸡固定成本占比 .....	19
图表 27：父母代蛋种雏鸡盈利表 .....	19
图表 28：世界主要曾祖代肉种鸡供应商在华市场占比（2009） .....	20
图表 29：相关上市公司盈利及估值水平 .....	22



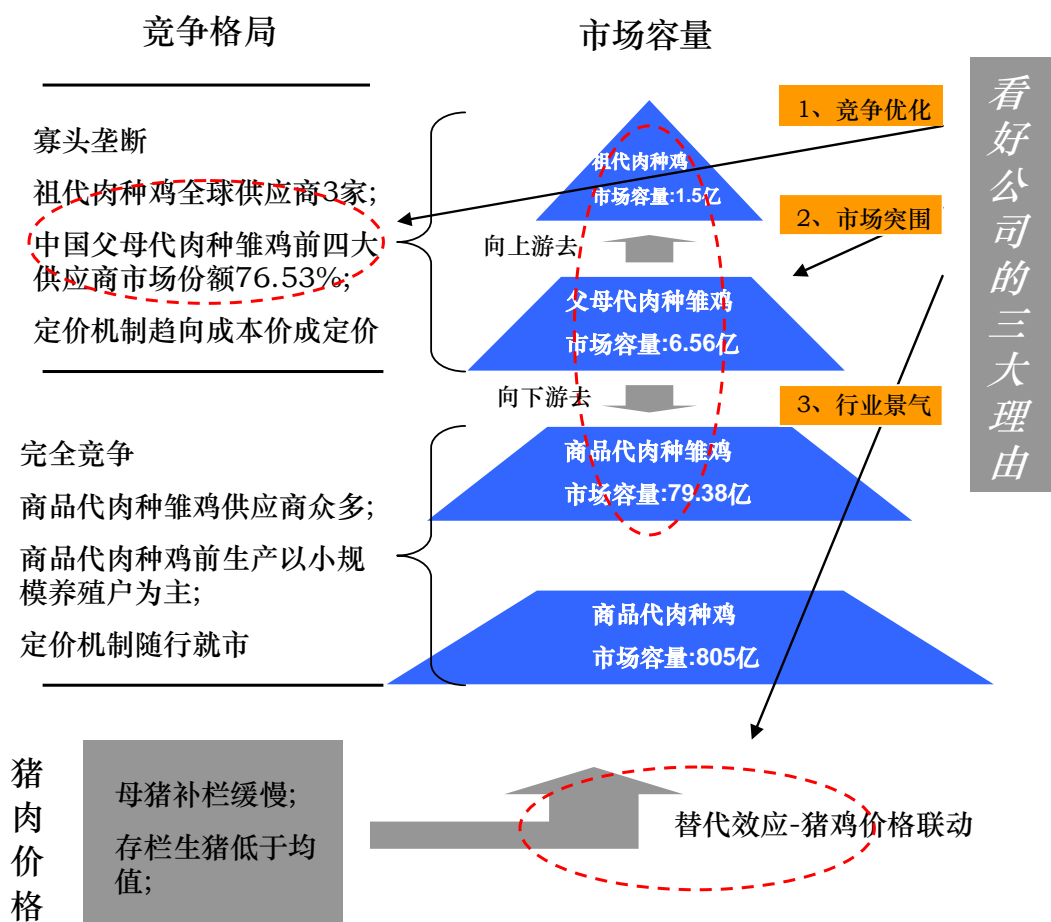
## 逻辑框架

猪价上涨是本轮通货膨胀的社会热点问题，影响着经济生活方方面面，鸡肉产业也得益其中，迎来了景气年景。因为生物产出供给的时间时滞性，猪价平抑的时间跨度在两年左右，故鸡肉产业也将中期联动收益，值得关注。

行业发展进程中总会遇到初期的超额收益、中期的竞争过度和后期的垄断控制阶段。从公司细分行业父母代肉种雏鸡业务市场份额分析，竞争格局正在优化，正从中期的竞争过度向后期的垄断控制阶段过渡，公司规模发展的量变正引起前所未有的质变。

关于产业链一体化，行业发展规律是体量庞大、更贴近市场的下游企业向上游去，介入中上游的市场开发，整合产业链。益生股份股权融资实施，使其借助资本市场，向下游去，占据更广大的市场，为增长开拓空间。由于公司介入的下游市场还是立足于原有优势区域，渠道建设并不困难，且公司的技术经验移植性较强，协同效应显著，商业成功的概率非常大。

图表 1: 益生股份研究分析逻辑框架



资料来源：第一创业研究所



## 一、我们对公司的基本认识：竞争格局（父母代肉种雏鸡）， 市场突围（商品代肉种雏鸡）

毋庸置疑在所处的父母代肉鸡生产细分行业中，益生股份（002458.SZ）已是成熟级的行业领导者，并享受到由此带来的初步定价权优势（上游的价格锁定）。但我们更关注的是：1）定价权优势会否进一步延伸至下游市场；2）如何解决市场份额高企后所引发的发展瓶颈。

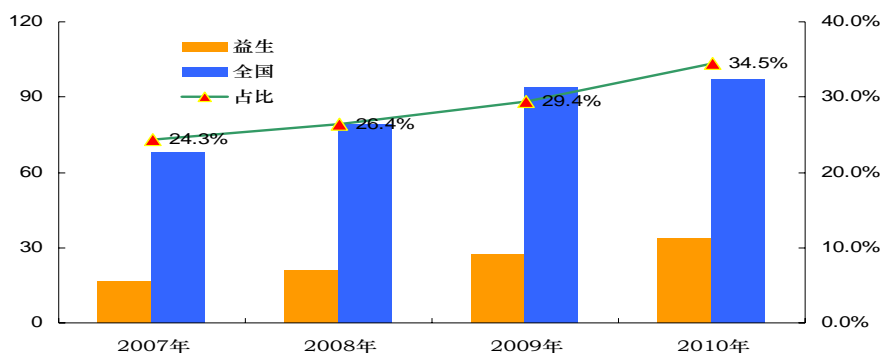
基于上述逻辑起点，对公司的基本认识来自以下两方面思考，规模效应的竞争格局和产业链条的市场突围。这两方面思考有助于我们理解公司如何继续做大业绩蛋糕，以及提升品质的能力。

### 1.1、公司是成熟的细分行业领导者

通过对市场份额、渠道建设和生产技术的行业比较分析，我们判断公司已是成熟的细分行业领导者。

公司市场份额占有率连年提升，2010 年度已达 34.5%，对行业发展影响力日渐增强，是国内唯一经农业部批准，能够同时从美国进口艾拔益加和罗斯 308 两个市场份额最大的白羽肉鸡父母代生产企业。

图表 2：益生股份祖代肉种鸡历年引种量



资料来源：公司公告

公司渠道建设成熟稳定，得益于规模效应和区位优势，下游客户对公司的依赖程度不断提升，目前公司已经拥有山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊昱合、六合集团和圣农发展等黏性大客户。

公司生产技术增强核心竞争力，以公司祖代肉种鸡繁育技术为例，全面使用笼养人工授精技术，有效提高种鸡的受精率，增加饲养密度，减少饲料消耗和控制疫病发生。目前公司一套祖代种鸡可生产父母代雏鸡 55 套，高于行业的 45-50 的平均水平，这直接驱动了公司父母代雏鸡生产成本的降低。

图表 3: 益生股份祖代肉种鸡繁育能力提升促成成本优势

项目	行业水平				益生股份
每套祖代生产父母代雏鸡数量(套)	35	40	45	50	55
每套父母代雏鸡成本	15.63	13.68	12.16	10.94	9.94
成本优势(行业水平/益生股份-1)(%)	57.24%	37.63%	22.33%	10.06%	0.00%

资料来源: 北京家禽育种有限公司、中国农业大学

## 1.2、竞争优化，摆脱周期品种波动束缚

规模效应是引发竞争格局质变的先导，但规模效应的形成并不是一蹴而就的，是量变的过程。在父母代肉种雏鸡行业发展中，曾参与其中的公司近 90 家，引入的品种囊括宝星、罗曼、罗斯、科宝、艾拔益加、艾维茵、海波罗、印第安河、哈巴德等；但经过大浪淘沙，现仅存 12 家公司，品种局限在艾拔益加、罗斯、科宝、艾维茵。

2009 年前四大父母代肉种雏鸡生产公司的市场份额合计为 76.53%，根据美国经济学家贝恩和日本通产省对产业集中度的标准划分，归为极高寡占型。可以预见参与其中的公司越来越具有通过串谋达成经济利益最大化的倾向。

分析行业竞争格局的质变有两个推动因素，即产业集群效应和产业链一体化效应。益生股份依靠的是前一种效应，即依附山东这个全国最大的白羽肉鸡产业集群（山东禽肉产量占全国的 25.88%，占全国出口的 50%，拥有六合集团、民和股份等产业链下游公司）。而北京家禽育种公司、北京大风家禽育种公司和北京艾拔益加育种公司主要依靠控股母公司的产业链一体化优势，占据市场份额。

益生股份 2009 年引进的祖代肉种鸡占安伟捷全世界种鸡市场的 8.1%，亚洲市场的 21.5%和中国市场的 38.5%。规模效应的优势使公司拥有对上游公司安伟捷的议价权，祖代肉种鸡每套成本控制在 25 美元，充分享受到本轮人民币升值的汇率收益。

我们认为，规模效应的量变引发竞争格局的质变将改变现有的随行就市定价机制，形成中长期的成本加成定价机制，使行业普遍享受到超额收益，规避业绩的周期波动。尽管行业竞争格局松动的迹象尚不明显，2009 年还出现了不计后果的行业疯狂扩张行为。但博弈还在继续，特别是双寡头垄断（益生股份和北京家禽育种）的日渐形成，行业有序竞争的机制正在建立，这可以通过空调行业格力电器市场份额扩大引发毛利增长的案例得到相关印证。

综上所述，受益行业竞争格局转好以及行业下游景气攀升，预计中长期父母代雏鸡的价格将维持在 19 元/套以上，公司盈利空间向好。



图表 4: 祖代肉种鸡引进主要企业概况

公司名称	2009年更换量 (万套)	市场份额 (%)	背后产业集团	依托平台
山东省益生种畜禽股份有限公司	27.55	29.43	-	山东肉鸡产业集群
北京家禽育种有限公司	22.09	23.6	北京市大发畜产公司、泰国正大集团	正大集团产业链
北京大风家禽育种有限公司	12.8	13.67	大用集团	大用集团产业链
北京艾拔益加家禽育种有限公司	9.2	9.83	北京华都肉鸡公司、美国安伟捷育种公司和日本三井物产株式会社	华都集团产业链
合计	71.64	76.53	-	-

资料来源: 益生股份招股说明书、第一创业研究所

图表 5: 大用集团的生鸡养殖全产业链



资料来源: 第一创业研究所

### 1.3、基于产业链发展路径的研读: 向下游去

根据 2009 年白羽肉鸡行业相关数据, 我们测算出祖代肉种雏鸡、父母代肉种雏鸡、商品代肉种雏鸡和商品代肉鸡的市场规模, 分别为 1.50 亿元、6.56 亿元、79.38 亿元和 805 亿元。尽管之前, 公司依仗山东得天独厚的区域和产业集群优势, 在细分行业取得领先。但公司处于产业链上端, 市场容量较小, 且市场份额高企, 后期发展的可持续性亟待解决。

向下游去, 突围市场是公司发展战略的重要举措。产业链一体化是行业发展的主要趋势, 白羽肉鸡育种公司科宝的母公司美国泰森食品公司就是成功案例。美国泰森食品是世界上规模最大的禽肉加工企业, 其年度销售额达 40 亿美元, 占美国市场份额的 26%。泰森公司通过整合饲料、饲养到生产的全产业链, 实现了禽肉生产加工的高度一体化, 掌控肉鸡生产的价值链, 规避风险并锁定价值。

此外, 核心竞争力是可以产业链间传递的。泰森公司自己生产的肉鸡饲料, 配方独特, 有助于鸡肉变得鲜嫩。这种饲料成为泰森的独特竞争力, 并传递到下游环节。好饲料加上高效的养殖和加工, 泰森生产出比竞争对手更高品质的鸡肉, 实现价格和毛利的最大化。

图表 6: 肉鸡产业链市场规模

	市场容量	市场规模	代表企业	市场份额
祖代肉种鸡	93.6万套	1.50亿元	美国安伟捷	76.40%
父母代肉种雏鸡	4099万套	6.56 亿元	益生股份	29.40%
商品代肉种雏鸡	37.8	79.38亿元	民和股份	1.75%
商品代肉种鸡	35亿	805亿元	六和集团	7.20%

资料来源: 第一创业研究所

北京大风的控股公司大用集团, 其产业链也涵盖了饲料生产、父母代肉种雏鸡生产、商品代肉种雏鸡生产、商品代肉鸡育成、肉鸡屠宰加工、肉鸡后期增值加工等全环节。

同样, 益生股份向下游去的核心竞争力就是拥有父母代白羽肉种鸡的繁育优势, 相信这种优势可以转嫁至商品代白羽肉种鸡的繁育上, 获得商业成功。

#### 1.4、募投项目分析: 保优势、促增长

益生股份的募投项目有两个, 一是 4.6 万套祖代肉种鸡场建设, 二是 90 万套父母代肉种鸡场建设。公司的募投项目可概括为保优势、促增长。

图表 7: 募投项目表

项目	经济效益			达产情况		
	产出情况	销售收入(万元)	销售毛利率	2011	2012	2013
4.6万套祖代肉种鸡场建设	230万套父母代肉种雏鸡	3705	36.87%	100%	100%	100%
90万套父母代肉种鸡场建设	8029万套商品代肉种雏鸡	20458	26.45%	45%	65%	100%

资料来源: 益生股份招股说明书、第一创业研究所

4.6 万套祖代肉种鸡场建设是在 2010 年行业普遍不景气的情况下, 逆行业周期而为。这一举措使公司市场份额进一步提高, 扩大了行业控制力。随着 2010 年底的行业景气度向好, 量价齐升成为公司父母代肉种雏鸡业务的主旋律。根据从公司处了解的信息, 公司 2010 年已完成祖代肉种鸡引进, 2011 年度将实现经济效益。

而 90 万套父母代肉种鸡场建设, 为公司产业链下沉, 打下了基础, 是近期业绩增长的核心驱动力。根据从公司处了解的信息, 2010 年公司利用该项目养殖父母代肉种鸡 20 万套, 2011 年的养殖目标为 45 万套左右。



## 二、行业市场分析：肉鸡行业步入景气周期

### 2.1、肉鸡行业景气规律：父母代看供给，商品代重需求

#### 影响机制

由于农产品市场的生物产出周期性，肉鸡行业运行的波动性明显，蛛网模型是习惯上的认识。理论上影响肉鸡行业景气的因素是供需关系，对白羽肉鸡产业链来说，祖代白羽肉鸡的引进是供给端的金字塔尖，深刻影响着下层供给；下游的肉类消费支撑着需求端的金字塔基石。

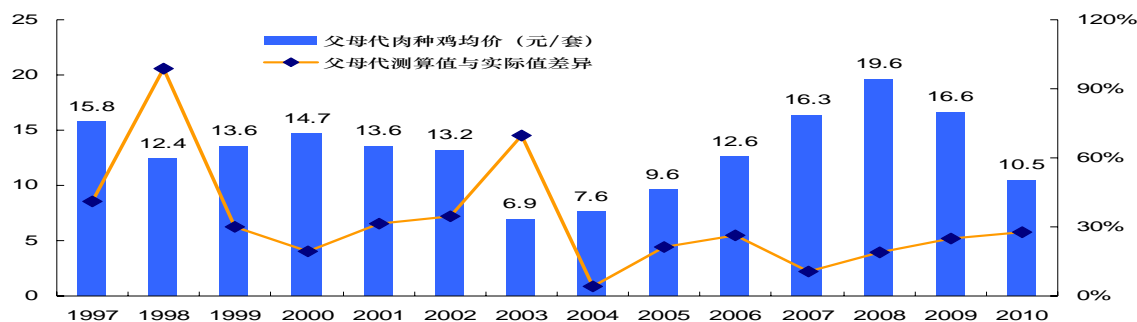
跟踪中国肉鸡产业链的波动趋势，可以发现：1）供给端（祖代肉种鸡国外引种）长期过剩。供给情况是影响产业链上端的父母代肉种雏鸡价格的主要因素，而来自需求端的压力是可控的。根据历年祖代肉种鸡引种量数据，可以计算祖代肉种鸡年度存栏量，并得出父母代肉种鸡的理论供给量。分析发现，理论供给量远超实际父母代饲养量数据，反映出市场供给过剩。

图表 8：父母代肉鸡行业市场供需测算

项目	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	备注
祖代引种量(万套)	64.0	43.0	47.0	55.0	60.0	76.0	59.0	48.0	53.0	49.0	68.0	78.6	93.6	97.0	-
祖代平均存栏量(万套)	58.0	61.9	43.4	47.8	55.5	61.6	74.3	57.9	48.5	52.6	50.9	69.1	80.1	93.9	本年度平均存栏量=上年度引种量*0.90+本年度引种量*0.10
父母代测算供给量(万套)	2610	2786	1953	2151	2498	2957	3566	2779	2328	2525	2545	3453	4005	4697	1997-2001产出按45套计；2002-2006产出按48套计；2007-2012按50套计
父母代饲养量(万套)	1850	1400	1500	1800	1900	2200	2100	2670	1920	2000	2300	2900	3200	3674	-
父母代测算值与实际值差异	41%	99%	30%	20%	31%	34%	70%	4%	21%	26%	11%	19%	25%	28%	差异值=父母代测算供给量/父母代饲养量-1
父母代肉种鸡均价(元/套)	15.8	12.4	13.6	14.7	13.6	13.2	6.9	7.6	9.6	12.6	16.3	19.6	16.6	10.5	1997-2006为北京地区数据；2007-2010为益生股份数据

资料来源：第一创业研究所

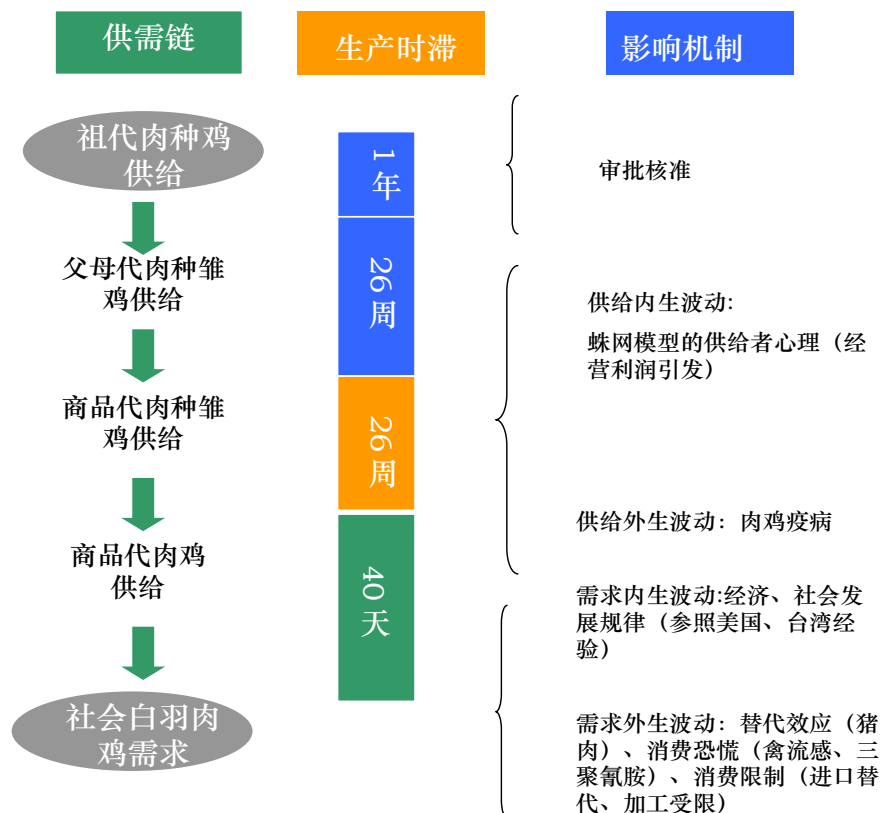
图表 9：父母代肉种雏鸡价格及市场供需差异



资料来源：第一创业研究所

2)需求端的主要影响因素来自外生波动,多因素的外生波动干扰着行业的运行规律。回顾2000年来的行业跌宕起伏,可概括三类外生因素,分别是替代效应(猪肉价格)、消费恐慌(禽流感、三聚氰胺)、消费限制(电荒、美国肉鸡倾销)。处于产业链下游的商品代肉种雏鸡和商品代肉鸡价格主要受肉鸡需求的外生波动影响。

图表 10: 肉鸡产业链供需影响机制



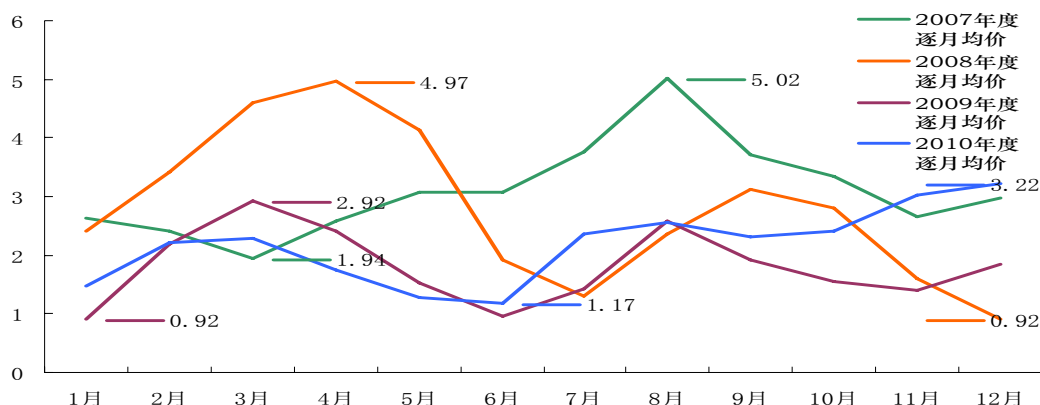
资料来源: 第一创业研究所

### 影响周期

对肉鸡产业链周期的理解,有两种认识,即短周期观点和中周期观点。短周期观点认为肉鸡生产仅需35至45天,供给反应迅速,故年度肉鸡价格波动较大,行情难以把握。

从商品代肉用雏鸡年度逐月均价走势图(2007-2010)可以发现,尽管年度随季节性消费差异驱使,波动可能较大,波峰与波谷值比最大可达5.4。但我们认为落差是可以理解的,年度总趋势围绕相应价格平台波动,肉鸡景气时的起伏最大。

图表 11: 肉种雏鸡价格年度价格波动 (2007-2010)



资料来源: 第一创业研究所

中周期观点认为从祖代肉种雏鸡引进至商品代肉鸡的供给时滞较长, 有两年左右的时间跨度, 所以周期性较长, 行情容易把握。

在产业链下端产能完全释放的情况下, 中周期观点是成立的, 供给的产能会不断调整。但从商务部对美国肉鸡倾销审查数据中发现, 肉鸡产业链的生产产能处于非饱和状态。这使我们怀疑时滞观点的适用性, 生产的非饱和使产业链上端 (父母代肉种雏鸡生产) 和下端 (商品代肉种雏鸡生产、商品肉鸡生产) 的波动一致性脱节, 2007年父母代肉种鸡价格走势反映了这一情况, 其价格并未随商品代价格联动。

出于对肉鸡产业链供给端较长, 且竞争格局不同的认识, 我们认为, 分析肉鸡产业链周期波动, 应分为父母代肉种雏鸡和商品代肉种雏鸡两部分考察。对于父母代肉种雏鸡而言, 由于市场份额日益高度集中, 市场周期性波动将不明显, 成本加成制将成为定价趋势, 这可以参考祖代肉种鸡因行业高度集中, 其价格长期维持稳定的经验。对于商品代肉种雏鸡而言, 其与市场需求联系最密切。而猪肉价格波动是当前影响市场需求的最重要外生波动因素, 所以商品代肉种雏鸡的周期与猪肉价格的周期变动高度相关。

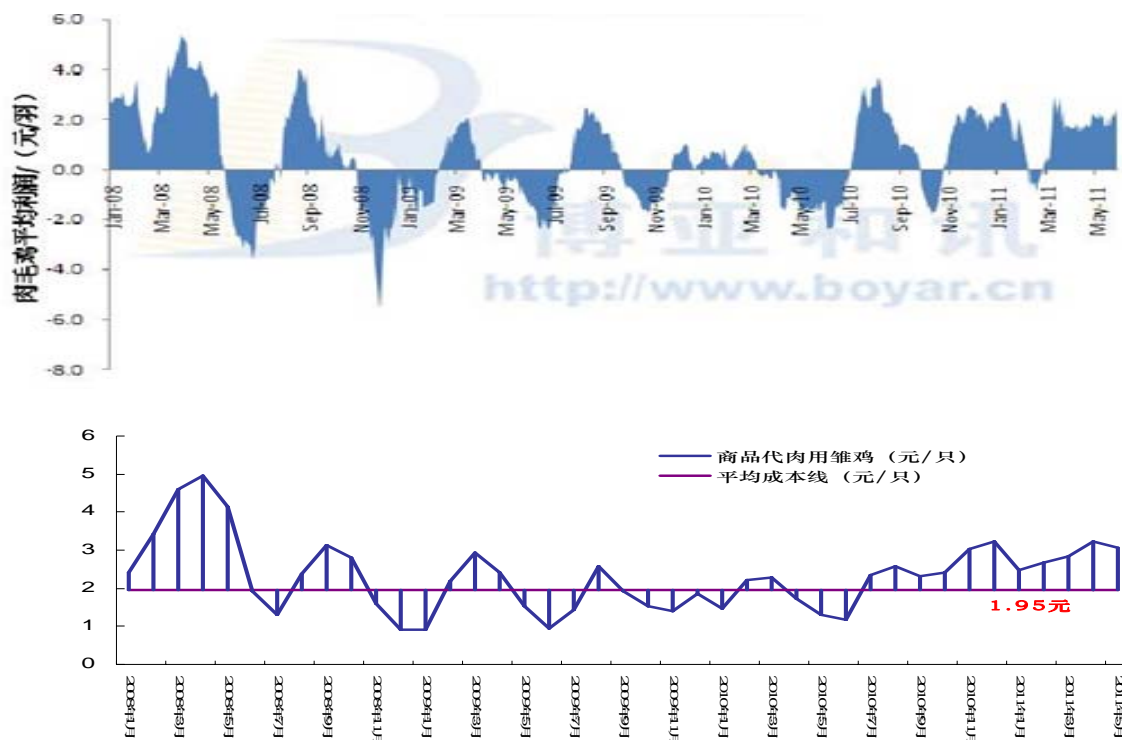
## 2.2、对本轮肉鸡行业景气的理解: 或可持续至 2012 年中期

根据之前的分析, 影响肉鸡产业链各环节周期波动的主要因素是不同的, 所以对本轮肉鸡行业景气的理解, 分为产业链上端的父母代肉种雏鸡生产和产业链下端的商品代肉种雏鸡生产。

对于上端的父母代肉种雏鸡生产, 下游市场需求驱动是导火索, 更重要的因素是 2010 年祖代肉种鸡引种的节制性增长。经历了 2010 年的细分行业低谷, 行业出现了洗牌, 2009 年度排名第六的吉林德大有限公司申请破产, 行业的高度集中性得到加强。由于 2010 年度祖代肉种雏鸡的引种量仅为 97 万套, 低于前期 110 万套的市场预期, 结合肉鸡产业链下端景气的周期分析, 可以判断, 父母代肉种雏鸡细分行业的景气将贯穿 2011 年度, 并在中期平稳运行。

对于下端的商品代肉种雏鸡生产，我们首先理解其价格波动与下游市场需求变动的联动机制最顺畅。其逻辑是市场需求受外部冲击的增长将带动鸡肉价格上涨，这直接影响到肉鸡养殖户当期出栏商品肉鸡的利润。养殖户会根据当期利润判断，安排商品代肉用雏鸡进栏数量。由此引发的商品代肉种雏鸡需求增减将带动其量价变化。

图表 12: 肉毛鸡平均利润与肉种雏鸡价格关联

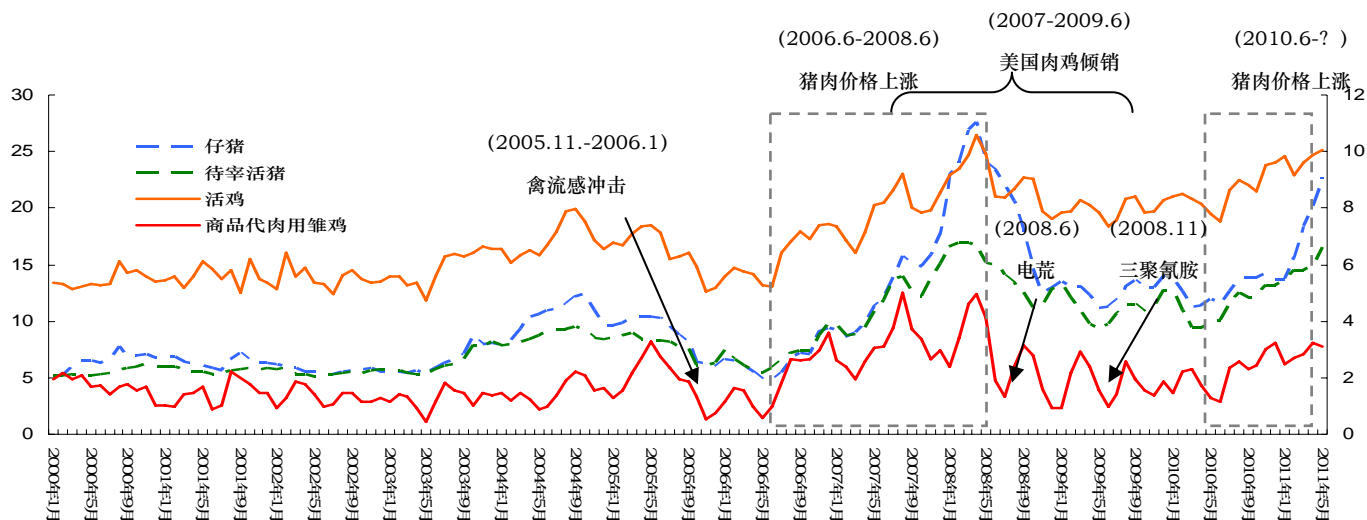


资料来源：农业部畜牧业司

影响本轮肉鸡产业链下游需求的主导因素是猪肉价格的上涨，这是由鸡肉对猪肉的替代效应引发的。上次鸡猪价格联动发生在 2005.6-2008.6，当时猪肉价格单边上涨了近 2 年时间，其原动力来自于从 2006 年夏天持续至 2007 年初的严重猪病，猪病的蔓延影响了能繁母猪及生猪的存栏。本轮鸡猪价格联动主要来自与养猪业 2009.6-2010.5 持续亏损导致的能繁母猪及生猪存栏持续下降。

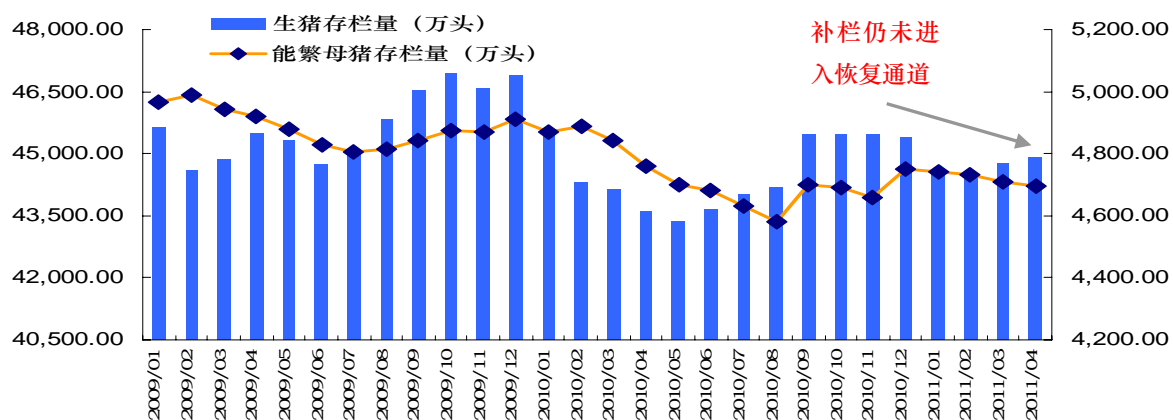
能繁母猪的存栏量回升至正常水平的时间将决定本轮鸡猪价格联动的持续时间，是判断本轮肉鸡产业链下端景气的先行指标。对此轮周期性的判断，我们认为将分两个阶段，即能繁母猪存栏的恢复期和生猪的产出时间周期。对于能繁母猪存栏的恢复期，结合前次经验，大约需要 1 年左右的时间。对于生猪的产出时间周期，大约也需要 1 年的时间，即需要“3 个月配种、4 个月妊娠和 5 个月育肥”共 12 个月的周期。所以判断本轮肉鸡产业链下端单边上涨趋势将持续到 2012 年 6 月。

图表 13: 鸡、猪相关产品价格波动图



资料来源: 农业部畜牧业司、第一创业研究所

图表 14: 生猪存栏及能繁母猪存栏量波动 (2009.1-2011.4)



资料来源: wind

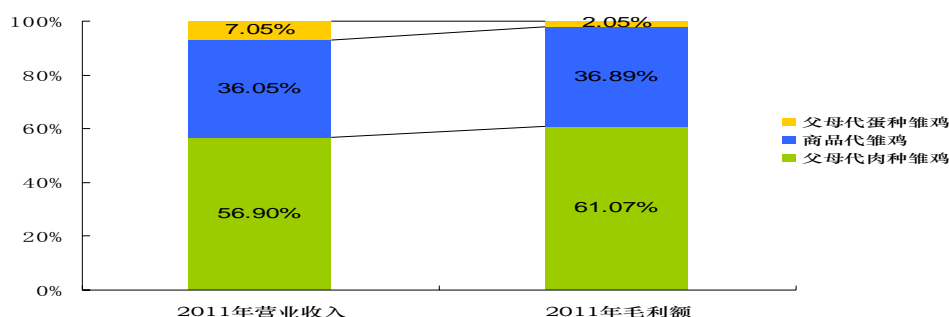


### 三、公司经营业务分析：主营业务景气，潜在业务瞩目

#### 3.1、主营业务：量价齐升，2011 年业绩弹性显著

公司募投项目实施后，主营业务依重要性排序可为：父母代肉种雏鸡生产业务、商品代雏鸡生产业务和父母代蛋种雏鸡生产业务。三项业务 2011 年的营业收入分别为 3.63 亿、2.30 亿和 0.45 亿，毛利额分别为 1.49 亿、0.9 亿和 0.05 亿。行业高景气 and 产业链下沉是我们对主营业务的基本认识，也较看好由此带来的 2011 年、2012 年的业绩提升。

图表 15：公司相关产品营业收入及毛利润占比



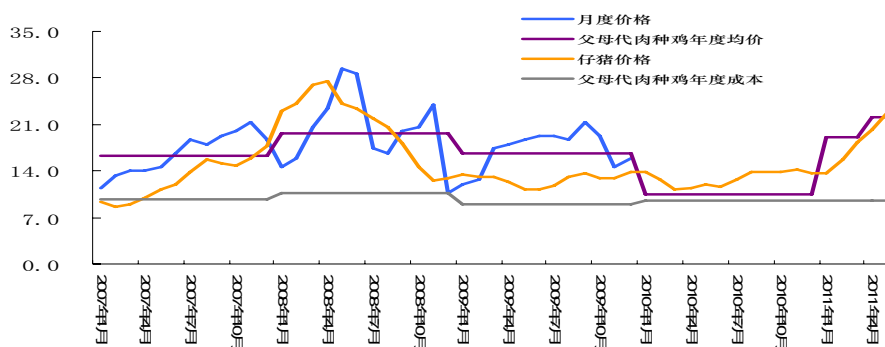
资料来源：第一创业研究所

#### 父母代肉种雏鸡生产业务

##### ● 关于年度销售均价

根据市场调研信息，山东地区 2011 年 1 季度的父母代肉种雏鸡每套价格在 18 元左右。按惯例 2、3 季度的市场行情将好于 1 季度，所以预计 2011 年的均价将在 19 元左右，恢复到 2008 年的水平。对于 2012、2013 年，随着市场竞争格局优化，继续向好的可能性较大，估计将保持在 19 元附近。

图表 16：公司父母代肉种价格波动



资料来源：第一创业研究所

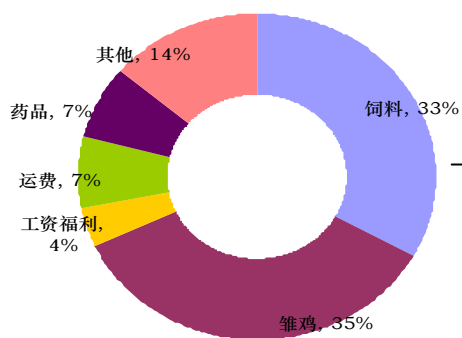
### ● 关于年度销售数量

预测公司销售数量的主要依据是：公司 2010 年的引种量为 33.5 万套，2011 年的引种量预计为 35 万套、2012 年的引种量预计为 38 万套和“4.6 万套祖代肉种鸡鸡场建设”业已达产。按照公司的历史数据分析，上一年度引种量乘以系数 1.06（注：行业测算中，采用了上年度 90%权重和本年度 10%权重的经验算法，两者基本原理一致），即是本年度的在产祖代肉种鸡的存栏量，预测 2011-2013 年的存栏量分别为 35.5 万套、37.1 万套和 40.3 万套。按公司祖代肉种鸡目前年均 55 套的产能计算，2011-2013 年的父母代肉种雏鸡产量分别为 1952.5 万套、2117.5 万套和 2215.4 万套。

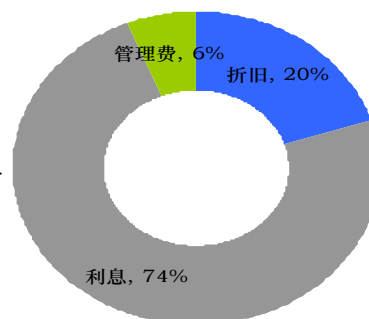
### ● 关于成本控制情况

根据公司招股说明书及年报相关数据，父母代肉种雏鸡的成本构成中，引种费用、饲料费用（玉米、豆粕占比的 65%）和其他费用（疫苗、人工、折旧等）各占 1/3。我们分析，引起未来成本变动的原因主要有三个：1）饲料原料的玉米、豆粕价格上涨；2）公司生产力提高引发的单套均摊成本下降；3）人民币升值引发的引种费用下降。由于饲料费用在父母代肉种雏鸡的成本构成中占比不高，且其他成本有下降的可能，所以我们认为 2011-2013 年度的成本变动幅度年均复合增长 9%左右。

图表 17：父母代肉种雏鸡变动成本占比



图表 18：父母代肉种雏鸡固定成本占比



变动成本/固定成本=0.91/0.09

资料来源：山东省农业厅

资料来源：山东省农业厅



图表 19: 公司父母代肉种雏鸡盈利表

父母代肉种雏鸡	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
引种量 (万套)	16.61	20.9	27.55	33.53	35	38	41
生产量 (万套)	757.56	938.24	1,249.48	1,686.29	1,952.50	2,117.50	2,215.40
生产量增长(%)	-	24%	33%	35%	16%	8%	5%
销售量 (万套)	752.02	932.70	1222.60	1649.34	1912.00	2059.00	2125.40
自用量 (万套)	5.54	5.54	26.88	36.95	40.50	58.50	90.00
销售收入 (百万元)	122.28	182.62	202.71	172.85	363.28	391.21	425.08
销售收入增长 (%)	-	49.35%	11.00%	-14.73%	110.17%	7.69%	8.66%
毛利额	49.55	82.95	92.27	13.44	149.14	144.13	159.41
毛利额增长 (%)	-	67%	11%	-85%	1010%	-3%	11%
均价 (元/套)	16.26	19.58	16.58	10.48	19	19	20
均价增长 (%)	-	20.42%	-15.32%	-36.79%	81.30%	0.00%	5.26%
单位成本 (元/套)	9.67	10.69	9.03	9.67	11.2	12	12.5
单位成本增长(%)	-	10.55%	-15.53%	7.09%	15.82%	7.14%	4.17%
毛利率	40.50%	45.40%	45.50%	7.78%	41.05%	36.84%	37.50%

资料来源: 第一创业研究所

### 商品肉鸡雏鸡生产业务

#### ● 关于年度销售均价

具体到产业链下端商品代肉种雏鸡的价格, 其主要受需求变动引发的肉鸡养殖户利润变化而波动, 即养殖户会根据当期出栏的肉毛鸡平均利润, 确定是否补栏, 并相应影响商品代肉用雏鸡价格。根据之前对肉鸡产业链下端景气波动的分析, 其与猪肉本轮景气将高度重叠, 预计 2011-2013 年的均价将好于 2010 年, 分别将达 2.9 元/只、3.1 元/只和 3.2 元/只。

#### ● 关于年度销售数量

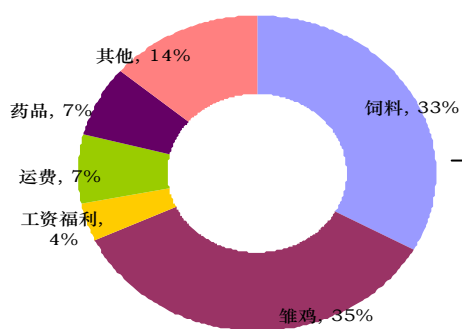
商品肉鸡雏鸡的销售数量主要由两部分组成, 即商品雏和鉴别雏, 前者由父母代鸡场产蛋孵化产出, 是其主产品; 后者由祖代鸡场择选产出, 会被直接用于商品肉鸡雏鸡销售, 属于联副产品。我们依据公司商品雏鸡生产原有产能, 再加上“90 万套父母代鸡场”募投项目的实现产能, 预计 2011-2013 年商品雏的生产量为 5287.55 万只、5795.55 万只和 8371.35 万只。此外根据父母代肉种雏鸡的 2011-2013 年生产预测, 乘以 1.35 的经验系数, 得到 2011-2013 年鉴别雏鸡的数量分别 2635.88 万只、2858.63 万只和 2990.79 万只。将上述两部分汇总可得商品代肉种雏鸡的 2011-2013 年销量为 7923.42 万只、8654.18 万只和 11362.14 万只。

#### ● 关于成本控制情况

饲料成本是商品肉鸡雏鸡生产成本的主要构成部分, 所以玉米和豆粕价格上涨对其

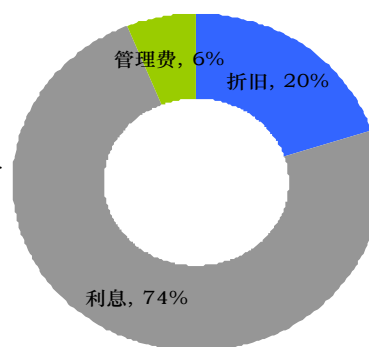
的影响是显著的。我们分析饲料占总成本的 71%，玉米和豆粕占饲料成本的 65%，玉米和豆粕的金额占比约为 55%和 45%。所以玉米在成本的占比为 25%，豆粕在成本的占比为 21%。目前全球粮食价格处于高位运行，走势难以判断，但受巴西、阿根廷玉米的丰产因素制约，玉米价格可能会温和上涨，而豆粕价格的盘整下调之势或将不改。所以，保守估计受粮价上涨带动，2011-2013 年商品代肉种雏鸡的单位成本上涨幅度分别为 18%、10%和 10%。

图表 20: 商品肉鸡雏鸡变动成本占比



变动成本/固定成本=0.94/0.06

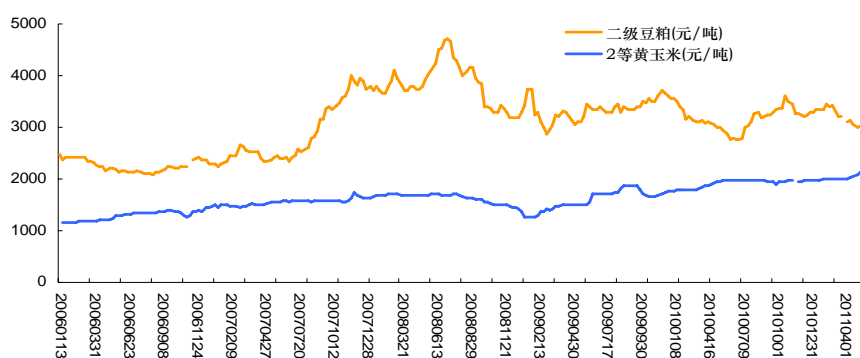
图表 21: 商品肉鸡雏鸡固定成本占比



资料来源: 山东省农业厅

资料来源: 山东省农业厅

图表 22: 豆粕、玉米价格波动



资料来源: wind



图表 23: 公司商品代肉种雏鸡盈利表

商品代肉种雏鸡	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售量 (万只)	1722.14	2298.8	3111.04	7080.58	7923.42	8654.18	11362.14
销售量增长(%)	-	33%	35%	128%	12%	9%	31%
其中: 商品雏鸡 (万只)	699.44	1032.18	1424.25	4804.41	5287.55	5795.55	8371.35
鉴别雏鸡 (万只)	1022.7	1266.62	1686.79	2276.17	2635.88	2858.63	2990.79
销售收入 (百万元)	35.82	53.56	60.66	180.55	229.78	268.28	363.59
销售收入增长 (%)	-	50%	13%	198%	27%	17%	36%
毛利额 (百万)	12.04	17.75	17.46	75.35	90.47	100.91	121.87
毛利额增长 (%)	-	47%	-2%	332%	20%	12%	21%
均价 (元/套)	2.08	2.33	1.95	2.55	2.90	3.10	3.20
均价增长 (%)	-	12.02%	-16.31%	30.77%	13.73%	6.90%	3.23%
单位成本 (元/套)	1.38	1.56	1.39	1.49	1.76	1.93	2.13
单位成本增长(%)	-	13.04%	-10.90%	7.19%	18.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.65%	33.05%	28.72%	41.57%	39.37%	37.61%	33.52%

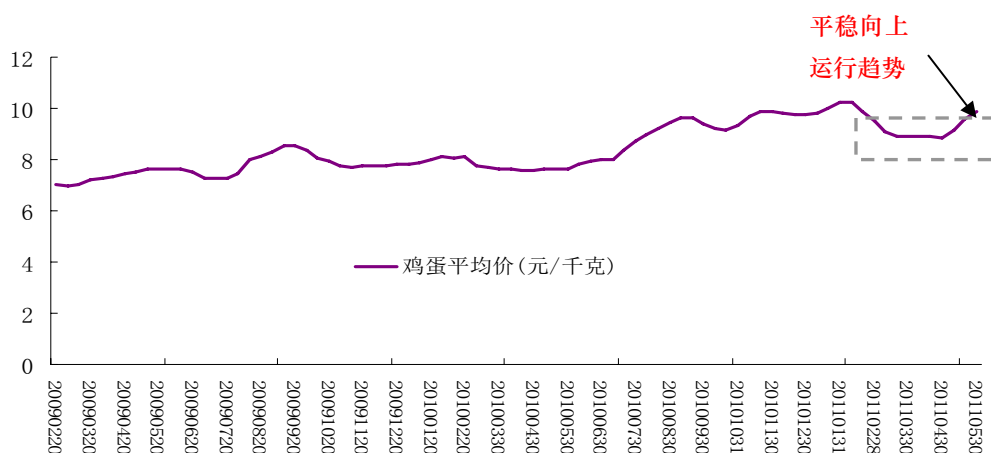
资料来源: 第一创业研究所

### 父母代蛋鸡雏鸡生产业务

#### ● 关于年度销售均价

我们判断父母代蛋种雏鸡销售均价将维持小幅上涨趋势, 这主要基于以下分析: 1) 就我国鸡蛋消费能力看, 蛋鸡总量处于相对饱和状态, 需求端难有大行情的基础; 2) 供给端 2008 年、2009 年的急速扩张产能要待 2011 年底才能消耗完毕, 供给端供给有保障; 3) 出于国内祖代蛋种鸡市场格局, 国内育种与国外引种各据半壁江山, 父母代场国外引种的降低会被国内产能替代, 所以前期市场不景气引发的回暖趋势走向将不明朗。所以我们判断 2011-2013 年父母代蛋种雏鸡的销售价格分别为 6.5 元/套、7.2 元/套和 7.2 元/套。

图表 24: 鸡蛋价格波动



资料来源: wind



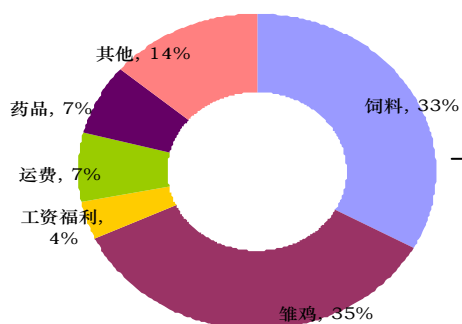
### ● 关于年度销售数量

从公司方面获得的信息是，公司的父母代蛋种雏鸡业务以维持为主，这主要考虑该细分行业的景气度一直未有改善，经营风险较大。但出于居民副食保障的考虑，公司还是将在 2010 年的基础上小幅上调引种量。我们的估计是 2011-2013 年的引种量同为 10 万套。根据上年度的引种数据，估算 2011 年和 2012 年父母代蛋种雏鸡的生产量分别为 689.04 万套、720 万套和 720 万套。

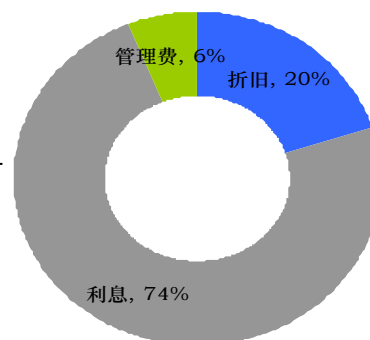
### ● 关于成本控制情况

由于父母代蛋种雏鸡生产中饲料占比不大，仅为 22%，引种费用摊销相对占比较高，所以我们综合其他生产资料的上涨趋势判断，2011-2013 年单位成本的上涨幅度将较温和，同为 7%。

图表 25: 父母代蛋种雏鸡变动成本占比



图表 26: 父母代蛋种雏鸡固定成本占比



资料来源：山东省农业厅

资料来源：山东省农业厅

图表 27: 父母代蛋种雏鸡盈利表

父母代蛋种雏鸡	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
引种量 (万套)	3.41	7.21	7.19	9.57	10	10	10
销售量 (万套)	197.07	252.84	504.87	546.74	689.04	720.00	720.00
销售量增长(%)	-	28%	100%	8%	26%	4%	0%
销售收入 (百万元)	13.16	24.35	33.94	33.57	44.79	51.84	51.84
销售收入增长 (%)	-	85%	39%	-1%	33%	16%	0%
毛利额	-9.57	-4.33	7.44	4.21	5.20	7.57	4.47
毛利额增长 (%)	-	-	-	-43%	23%	46%	-41%
均价 (元/套)	6.68	9.63	6.72	6.14	6.5	7.2	7.2
均价增长 (%)	-	44.16%	-30.22%	-8.63%	5.86%	10.77%	0.00%
单位成本 (元/套)	11.53	11.34	5.25	5.37	5.75	6.15	6.58
单位成本增长(%)	-	-1.65%	-53.70%	2.29%	7.00%	7.00%	7.00%
毛利率	-72.70%	-17.80%	21.90%	12.54%	13.12%	17.11%	9.45%

资料来源：第一创业研究所

### 3.2、潜在业务：战略意义及协同效应双重看点

#### 曾祖代种鸡业务引进——战略意义与经济意义并驾齐驱

目前拥有曾祖代鸡的只有北京家禽育种公司，其艾维茵种鸡的设计规模为年提供祖代种雏 35 万套。益生股份有意向与外资合作进入该领域，占据中国肉鸡产业链的制高点。我们对该项目的理解是战略意义与经济意义并驾齐驱。

图表 28：世界主要曾祖代肉种鸡供应商在华市场占比（2009）

公司名称	品种	市场占有率
美国安伟捷育种公司	艾拔益加（AA+）	46.86%
美国安伟捷育种公司	罗斯308	29.54%
美国科宝公司	科宝	23.60%

资料来源：公司招股说明书

从战略意义上讲，有两点影响：1）以曾祖代鸡为育种素材可最快获得育种成果，通过不同曾祖代鸡的资源整合和配套，可选育出适合我国高产肉鸡的配套系。大多数育种公司为控制种源，保持对市场的垄断地位，不愿意卖出育种群。2）我国祖代肉种鸡养殖企业生产所需祖代肉种鸡大部分来自于进口，如果引种国出现大的疫病被禁止入境，将影响到我国肉鸡产业安全运行。如果益生股份引入曾祖代种鸡业务成功，无疑将提高我国白羽肉鸡的育种能力，并确保白羽肉鸡产业的安全运行。

从经济意义上讲，我国祖代肉种鸡的市场容量在 1.5 亿左右，可以提升公司盈利空间。此外生产的本土化还可以带来成本的降低。由于各主要育种公司都没有在亚洲区域建立曾祖代肉鸡繁育中心，该项业务有可能辐射亚洲市场，亚洲的市场预计在 180 万至 200 万套之间，市场容量保守估计为 6-8 亿之间。

益生股份是世界最大家禽育种公司美国安伟捷在全世界最重要的客户之一，公司的市场份额有助于其在原种肉鸡引进的商业谈判中掌握主动权。（安伟捷提供的统计数据显示，公司 2009 年引进的祖代肉种鸡占美国安伟捷全世界种鸡销售市场的 8.1%，占亚洲市场的 21.5%，占中国市场 38.5% 的份额，在美国安伟捷全世界客户中排名第一）

#### 疫苗及 SPF 蛋（无菌蛋）——与主业协同效应强

除了集中力量加强主营业务外，公司可能会在产业链内实施相应的业务拓展，整合国外资源和国内市场，寻找新的增长点，进行疫苗、SPF 蛋（无菌蛋）、畜牧设备的研发及合资生产。

我们认为公司向疫苗等相关领域延伸，获得商业成功的机会较大，这是因为研究对象禽类本身的一致性，拥有广泛的协同效应优势。所以我们将密切关注公司的相关



举措，并评估由此带来的中长期基本面改善情况。

国际案例，禽类疫苗巨头梅里亚集团起家就是生产马立克氏病疫苗供其下属家禽养殖企业使用，并进行了扩展，并取得了国际成功。而种鸡龙头罗曼公司，其产品线也扩展至家禽保健品领域，包括沙门氏菌、禽霍乱等的防治。国内案例，广东温氏集团下属的上市公司大华农在兽药的研发和生产方面进展显著，市场份额提升很快。

## 四、盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

#### 盈利预测基本假设

- 1) 公司所处行业平稳运行，无全国性疫病、食品安全事件发生。
- 2) 公司募投项目实施按期进行，并创造相关收益。
- 3) 公司产品价格、成本波动趋势基本与我们之前预测走势相近，偏差幅度 $\pm 10\%$ 。
- 4) 其他业务（饲料、种猪、乳业、荷斯坦奶牛胚胎移植）生产规模以维稳为主，不构成影响公司业绩变动的主要因素。
- 5) 公司三项费用中，财务费用降低（上市融资后现金流充足）；销售费用小幅上涨（公司销售渠道稳定，且布局华东、东北，地缘优势显著）；管理费用小幅上涨（募投项目协同效应强，不会增加相应管理成本）。
- 6) 公司目前执行的税负、税率及享受的相关税收优惠政策没有重大调整。

#### 盈利预测

综合公司主营业务及其他业务的预测数据，预测 2011-2013 年营业收入分别为 7.13 亿元、7.94 亿元和 9.32 亿元，增速为 55.3%、11.4%和 17.4%；归属于母公司净利润分别为 1.8 亿元、1.94 亿元和 2.22 亿元，增速为 283%、7.8%和 14.4%；对应 EPS 分别为 1.28 元、1.38 元和 1.58 元。

### 4.2 公司相对估值比较

#### 可比上市公司选择

我们选择了肉鸡养殖和生猪养殖两类上市公司，来比较判断益生股份合理的估值区间。其中，肉鸡养殖类上市公司包括产业链中游的民和股份（002234.SZ）和产业链下游的圣农发展（002299.SZ）；生猪类上市公司包括雏鹰农牧（002477.SZ）、大康牧业（002505.SZ）。



图表 29: 相关上市公司盈利及估值水平

类别	公司名称	EPS (元)			PE(X)			每股净资产	P/B
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
肉鸡链中游	民和股份	0.41	0.82	0.91	56.08	28.68	25.90	6.09	3.69
肉鸡链下游	圣农发展	0.68	0.51	0.70	24.95	33.00	24.15	3.51	4.69
均值					40.52	30.84	25.03		4.19
肉猪	雏鹰农牧	0.92	0.82	1.11	32.47	36.65	27.02	5.83	4.97
肉猪	大康牧业	0.39	0.39	0.57	42.85	43.03	29.60	4.77	3.36
均值					37.66	39.84	28.31		4.17

资料来源: 第一创业研究所

## 合理估值区间

肉鸡行业 2011 年的平均市盈率为 30.84 倍, 肉猪行业 2011 年的平均市盈率为 39 倍, 当前的猪价波动是本轮禽畜养殖业景气的先导, 市场比较认同, 应享受高估值。

益生股份的投资价值分析, 我们的逻辑基础是行业下游高景气、公司将享受定价权和市场容量扩张。所以基本面良好, 且发展空间广阔的益生股份 2011 年 PE 估值应比照肉鸡行业的基本估值水平, 保守给出 25-28 倍的市盈率估值区间, 对应 2011 年的价值区间为 32-35 元, 首次给予“强烈推荐评级”。

## 五、风险提示

### 5.1 疫病的风险

疫病的风险有两个负面作用, 即重创供给和抑制需求。从供给方面看, 公司生产可能会因疫病流行造成损失, 但公司所处的山东地区是全国五个无规定动物疫病示范区, 防疫条件优越, 且公司疫病防治工作经验丰富。从需求方面看, 居民因为疫病恐慌而削减鸡肉消费开支, 养殖户补栏需求相应降低, 这种系统性风险是公司无法避免的。结合 2004 至 2006 年禽流感疫情发展, 该影响的持续时间在 1 个月左右, 市场恢复性较快。

### 5.2 祖代种鸡供给的风险

目前世界范围内的原种鸡种源控制于欧美少数几家育种公司手中, 中国所用的祖代种鸡均需从国外进口。因此公司在祖代种鸡引种等方面对国外供应商存在一定的依赖。一旦上述供应商由于疫病或其他原因减少或停止输出种鸡雏鸡, 公司将不能进口足量的祖代种鸡。如果在短期内没有从其他国家进口的渠道或未能与其他育种公司建立合作, 将会影响公司引进祖代种鸡的进度, 并对公司业务造成影响, 公司因



而面临依赖国外供应商的风险。

## 5.2 食品安全的风险

近期先后出现了生猪养殖瘦肉精添加、台湾食品塑化剂污染等问题，食品安全成为社会关注焦点。行业发展中也曾出现过被怀疑三聚氰胺污染产品的事件。但公司产业链含上游饲料环节，控制风险的能力较强。

## 5.3 玉米、大豆价格上涨的风险

国际粮食作物近期依旧高位盘整，市场普遍预期农产品上涨动力充分。由于公司加大了商品代肉种雏鸡的生产业务，相较于父母代肉种雏鸡的生产业务，其对饲料价格上涨的敏感性更高，所以玉米、大豆价格的上涨值得密切关注。



图表 30: 益生股份盈利预测

项目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入合计	293.36	332.37	365.54	458.99	713.44	794.48	931.97
销售成本合计	225.49	221.81	239.67	353.66	458.73	529.65	631.37
毛利额合计	67.87	110.56	125.87	105.33	254.71	264.83	300.60
<b>其中：父母代肉种雏鸡</b>							
销售均价(元/套)	16.26	19.58	16.58	10.48	19.00	19.00	20.00
销售数量(万套)	752.02	932.70	1222.60	1649.34	1912.00	2059.00	2125.40
销售收入(百万元)	122.28	182.62	202.71	172.85	363.28	391.21	425.08
销售收入增长(%)	-	49.35%	11.00%	-14.73%	110.17%	7.69%	8.66%
单位成本	9.67	10.69	9.03	9.67	11.20	12.00	12.50
销售成本	72.73	99.67	110.44	159.41	214.14	247.08	265.68
销售成本增长(%)	-	37.04%	10.81%	44.34%	34.34%	15.38%	7.53%
毛利率	0.41	0.45	0.46	0.08	0.41	0.37	0.38
毛利额	49.55	82.95	92.27	13.44	149.14	144.13	159.41
毛利额增长(%)	-	67.41%	11.24%	-85.43%	1009.64%	-3.36%	10.60%
<b>其中：商品代肉种雏鸡</b>							
销售均价(元/套)	2.08	2.33	1.95	2.55	2.90	3.10	3.20
销售数量(万只)	1722.14	2298.80	3111.04	7080.58	7923.42	8654.18	11362.14
销售收入(百万元)	35.82	53.56	60.66	180.55	229.78	268.28	363.59
销售收入增长(%)	-	49.53%	13.26%	197.64%	27.27%	16.76%	35.53%
单位成本(元/套)	1.38	1.56	1.39	1.49	1.76	1.93	2.13
销售成本	23.78	35.81	43.20	105.20	139.31	167.37	241.72
销售成本增长(%)	-	50.59%	20.64%	143.52%	32.42%	20.14%	44.42%
毛利率	0.34	0.33	0.29	0.42	0.39	0.38	0.34
毛利额(百万)	12.04	17.75	17.46	75.35	90.47	100.91	121.87
毛利额增长(%)	-	47.43%	-1.63%	331.56%	20.07%	11.54%	20.77%
<b>其中：父母代蛋种雏鸡</b>							
销售均价(元/套)	6.68	9.63	6.72	6.14	6.50	7.20	7.20
销售数量(万套)	197.07	252.84	504.87	546.74	689.04	720.00	720.00
销售收入(百万元)	13.16	24.35	33.94	33.57	44.79	51.84	51.84
销售收入增长(%)	-	85.03%	39.38%	-1.09%	33.42%	15.75%	0.00%
单位成本	11.53	11.34	5.25	5.37	5.75	6.15	6.58
销售成本	22.73	28.68	26.50	29.36	39.59	44.27	47.37
销售成本增长(%)	-	26.18%	-7.60%	10.79%	34.85%	11.81%	7.00%
毛利率	(0.73)	(0.18)	0.22	0.13	0.13	0.17	0.09
毛利额	(9.57)	(4.33)	7.44	4.21	5.20	7.57	4.47
毛利额增长(%)	-	-	-	-43.42%	23.42%	45.76%	-40.91%
<b>其中：其他业务</b>							
销售收入(百万元)	122.10	71.84	68.23	72.02	75.59	83.15	91.46
销售收入增长(%)	-	-41.16%	-5.03%	5.55%	4.96%	10.00%	9.99%
销售成本	106.25	57.65	59.53	59.69	65.68	70.93	76.61
销售成本增长(%)	-	-45.74%	3.26%	0.27%	10.04%	7.99%	8.01%
毛利额	15.85	14.19	8.70	12.33	9.91	12.21	14.85
毛利额增长(%)	-	-10.47%	-38.69%	41.72%	-19.63%	23.21%	21.62%

资料来源：第一创业研究所



图表 31: 益生股份财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	637	708	959	1182	<b>营业收入</b>	459	713	794	932
现金	492	513	736	917	营业成本	351	459	530	631
应收账款	14	22	24	28	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	9	14	15	18	营业费用	15	24	26	31
预付账款	76	99	115	137	管理费用	36	59	64	75
存货	42	55	63	76	财务费用	14	-8	-19	-28
其他流动资产	3	5	5	6	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	586	509	465	484	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	383	284	193	207	<b>营业利润</b>	42	180	193	222
无形资产	27	27	28	29	营业外收入	7	4	4	4
其他非流动资产	176	198	244	248	营业外支出	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	1222	1216	1424	1666	<b>利润总额</b>	48	182	195	224
<b>流动负债</b>	250	95	108	126	所得税	0	0	0	0
短期借款	173	0	0	0	<b>净利润</b>	48	181	195	223
应付账款	33	43	50	60	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	44	52	58	67	<b>归属母公司净利润</b>	47	180	194	222
<b>非流动负债</b>	87	87	87	87	EBITDA	211	356	407	277
长期借款	80	80	80	80	EPS (元)	0.44	1.28	1.38	1.58
其他非流动负债	7	7	7	7	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	337	182	195	213	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	2	3	4	5	<b>成长能力</b>				
股本	108	140	140	140	营业收入	25.6%	55.4%	11.4%	17.3%
资本公积	582	550	550	550	营业利润	-46.7%	327.1%	7.7%	14.7%
留存收益	193	341	535	757	归属于母公司净利润	-41.6%	279.7%	7.6%	14.5%
归属母公司股东权益	884	1032	1225	1447	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1222	1216	1424	1666	毛利率 (%)	23.5%	35.7%	33.3%	32.3%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	10.3%	25.2%	24.4%	23.8%
单位: 百万元					ROE (%)	5.4%	17.5%	15.8%	15.3%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROIC (%)	8.5%	27.8%	29.5%	30.8%
<b>经营活动现金流</b>	113	327	394	255	<b>偿债能力</b>				
净利润	48	181	195	0	资产负债率 (%)	27.5%	15.0%	13.7%	12.8%
折旧摊销	155	184	234	83	净负债比率 (%)	75.73%	43.99%	41.07%	37.54%
财务费用	14	-8	-19	-28	流动比率	2.55	7.45	8.88	9.36
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.38	6.87	8.30	8.76
营运资金变动	-104	-31	-16	-24	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	0	1	0	224	总资产周转率	0.52	0.59	0.60	0.60
<b>投资活动现金流</b>	-259	-107	-190	-101	应收账款周转率	34	37	32	33
资本支出	259	106	189	100	应付账款周转率	8.29	11.99	11.34	11.51
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	0	-1	-1	-1	每股收益 (最新摊薄)	0.34	1.28	1.38	1.58
<b>筹资活动现金流</b>	590	-199	19	28	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.81	2.33	2.80	1.82
短期借款	103	-173	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	6.29	7.35	8.73	10.31
长期借款	-71	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	27	32	0	0	P/E	65.29	17.19	15.98	13.95
资本公积增加	578	-32	0	0	P/B	3.50	3.00	2.53	2.14
其他筹资现金流	-47	-27	19	28	EV/EBITDA	14	8	7	10
<b>现金净增加额</b>	445	21	223	181					

资料来源: 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120